

**LA POSIZIONE
FINANZIARIA NETTA
QUALE INDICATORE
ALTERNATIVO DI
PERFORMANCE**

Documento del 15 settembre 2015

F

N

C

Sommario: 1. Premessa. – 2. Le condizioni di equilibrio aziendale. – 3. La posizione finanziaria netta nella prassi. – 4. L'iscrizione della posizione finanziaria netta nei documenti di bilancio. – 5. Osservazioni di sintesi.

1. Premessa

La situazione finanziaria dell'impresa viene di sovente illustrata per il tramite del rendiconto finanziario, che espone, in relazione a determinati obiettivi informativi, la dinamica intervenuta nelle fonti e negli impieghi, e della "posizione finanziaria netta" (definita talvolta "indebitamento finanziario netto"), che esprime appunto l'indebitamento netto dell'impresa come somma algebrica delle fonti e degli impieghi di natura finanziaria.

Se da un lato è possibile affermare che il rendiconto finanziario di riferimento sia ormai quello disciplinato dall'OIC 10 che espone le variazioni delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti verificatesi nell'esercizio, non è lo stesso per quanto riguarda la posizione finanziaria netta, che può assumere configurazioni differenti in relazione alle specifiche attese conoscitive.

In particolare, con riguardo alla configurazione tesa a rappresentare l'indebitamento complessivo, sono individuabili in dottrina due soluzioni alternative. Alcuni escludono dal calcolo della posizione finanziaria netta le attività finanziarie non correnti (intese come le attività finanziarie con scadenza superiore ai dodici mesi), mentre altri prendono in considerazione tutte le attività di natura finanziaria, a prescindere dalla loro scadenza.

Nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria dell'impresa, la posizione finanziaria netta può essere qualificata come un «indicatore alternativo di *performance*», in quanto né i principi contabili nazionali, né quelli internazionali IAS/IFRS, ne specificano la modalità di calcolo. Il principio contabile nazionale OIC 6 - Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio, dopo aver sottolineato che dottrina e prassi contabile «hanno elaborato diverse modalità di calcolo», indica che «i più noti e utilizzati richiedono informazioni circa l'indebitamento a breve termine e l'indebitamento a medio - lungo termine».

Lo scopo del presente contributo è quello di evidenziare come il valore segnaletico del suddetto indicatore in aggiunta ad altri, possa costituire un importante elemento diagnostico sullo stato di salute dell'impresa, con particolare attenzione all'aspetto finanziario e patrimoniale.

2. Le condizioni di equilibrio aziendale

La primaria finalità dell'organismo aziendale è la sopravvivenza come entità autonoma, volta a creare valore perseguendo nel tempo un equilibrio economico durevole ed evolutivo.

Condizione fondamentale dell'equilibrio d'impresa è realizzare una minima quantità di reddito dopo aver ripagato tutti i fattori della produzione, compresi l'interesse sul capitale di proprietà investito calcolato al tasso dei comuni impieghi di capitale, e la remunerazione dell'opera direttiva dell'imprenditore (Amaduzzi A., 1992, p. 198).

L'incapacità dell'azienda di remunerare adeguatamente, attraverso la gestione operativa e rispetto ai rischi assunti, tutti i fattori produttivi impiegati e le attese dei propri *stakeholder*, significa il mancato rispetto del principio di economicità. Tale situazione di squilibrio pregiudica la dinamica finanziaria e la struttura patrimoniale dell'impresa. In questa condizione è facile dedurre come la distruzione di valore diviene la principale manifestazione di questi squilibri. Quando la distruzione di valore supera certe dimensioni, questa è a sua volta l'espressione della crisi e nel contempo la più attendibile misura della sua intensità.

L'equilibrio economico, elemento essenziale ai fini della sua sopravvivenza, è sia prospettico che dinamico, esso è infatti correlato alle future condizioni finanziarie dell'impresa ed è mantenuto attraverso un continuo scambio *input-output* con l'ambiente esterno (Pellegrini F.R., 1983, p. 5).

L'insieme di forze, interne ed esterne, che agisce sul sistema aziendale influenzandone l'equilibrio gestionale nonché il funzionamento, rende l'impresa sensibile e vulnerabile alle diverse variazioni ambientali. Le aziende, cercando di adeguarsi a condizioni esterne previste o prevedibili, ma comunque sempre nuove, assumono di volta in volta posizioni di difesa da congiunture negative o, al contrario, promuovono presupposti tali da trarre i maggiori vantaggi da tendenze positive. Ciò tuttavia non significa che, nei confronti dell'ambiente, esse siano soltanto soggetti passivi: in concreto, per molti versi, si comportano anche come soggetti attivi, nel senso che le loro politiche di organizzazione, produzione e distribuzione influenzano, in vari modi e dimensioni, il mondo esterno (Bandettini A., 1981, p. 334).

La verifica dell'equilibrio economico nel lungo e nel breve periodo deve essere posta in relazione con la verifica degli equilibri finanziari (di competenza e di cassa), sia con la possibilità di copertura dei fabbisogni finanziari a fronte degli investimenti programmati (Amaduzzi A., 1948).

Segnatamente, la condizione d'equilibrio finanziario emerge in presenza di flussi monetari quantitativamente e temporalmente adeguati alla copertura delle passività che vanno in scadenza. Il rispetto di detta condizione si qualifica come vincolo essenziale riguardo agli obiettivi di sopravvivenza e sviluppo dell'impresa.

L'analisi finanziaria d'impresa, riguardo all'attività sia di controllo che di pianificazione, si articola in:

- *analisi statica*;
- *analisi dinamica*.

Dallo studio statico delle coordinazioni patrimoniali è possibile ottenere informazioni circa l'adeguatezza temporale e funzionale delle fonti di finanziamento rispetto agli impieghi di capitale; adeguatezza necessaria ad evitare squilibri di tesoreria.

In sostanza, la coerenza temporale e funzionale tra fonti e impieghi esprime un equilibrio finanziario potenziale (o statico), nel senso che costituisce la preconditione dell'equilibrio finanziario effettivo (o dinamico).

Il semplice confronto statico tra fonti e impieghi non consente, tuttavia, l'osservazione del ciclo finanziario nel suo divenire, in quanto non tiene conto delle dinamiche patrimoniali ed economiche che si manifestano nel corso della gestione. L'analisi dell'equilibrio finanziario effettivo prevede, quindi, lo studio dinamico dei fenomeni che sono alla origine della formazione di liquidità netta.

Analisi finanziaria statica e dinamica non sono alternative, ma piuttosto interdipendenti, in virtù del fatto che le variazioni di tesoreria e le relazioni tra *stock* di capitali attinti ed investiti costituiscono due fenomeni fortemente collegati.

In tale quadro assume particolare rilievo l'interrelazione tra economicità delle decisioni aziendali ed equilibrio finanziario. Infatti, la capacità economica dell'impresa, da una parte, agisce direttamente sull'entità e l'andamento degli *stock* patrimoniali, dall'altra, è indirettamente influenzata dalla disponibilità di risorse di capitale e dal processo di generazione della liquidità. Ciò implica che equilibrio economico e equilibrio finanziario dell'impresa, anche se nel breve periodo possono assumere andamenti divergenti, nel tempo tendono a convergere. In altri termini, il costante perseguimento della condizione d'equilibrio finanziario passa attraverso decisioni industriali – assunte sia a livello strategico che operativo - efficaci ed efficienti sul piano economico; al contempo, tra i diversi fattori necessari alla massimizzazione del profitto vi è un'ottimale gestione della risorsa capitale che, al pari degli altri *input* dell'attività imprenditoriale, si presenta come scarsa ed onerosa. In un'ottica di medio e lungo termine, dunque, la distinzione tra equilibrio finanziario ed economico appare sfumata, essendo, in definitiva, il binomio "adeguatezza della liquidità-capacità di reddito" a determinare, tempo per tempo, la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (Ferrero G., 1984, p. 6).

A questo proposito, si richiede, quindi, un'attenta e costante gestione della liquidità sia in chiave retrospettica che prospettica.

L'indagine retrospettica si sviluppa mediante lo strumento dell'analisi di bilancio.

Il primo indice di tipo finanziario è rappresentato dal CCN (Capitale Circolante Netto) pari alla differenza tra il totale dell'attivo circolante ($Ac = \text{Rimanenze di magazzino} + \text{Liquidità differite} + \text{Liquidità immediate}$) e le passività correnti (Pb):

$$CCN = Ac - Pb$$

Tale indicatore (calcolato secondo il criterio finanziario che è strettamente legato ad una dimensione temporale delle voci di bilancio) evidenzia l'esistenza o la mancanza di equilibrio tra investimenti a breve termine e debiti di corrispondente durata. La struttura finanziaria risulta equilibrata se il CCN assume un valore positivo. Se, al contrario, il valore del CCN è negativo, significa che l'impresa non è finanziata in modo corretto: sta utilizzando, infatti, fonti a breve termine per finanziare impieghi di lunga durata e non si realizza, quindi, una corretta correlazione temporale tra le fonti e gli impieghi.

Adottando il criterio della gestione tipica o caratteristica è possibile svincolare la misurazione del CCN da eventuali riferimenti temporali, ponendola in diretta relazione alle operazioni di gestione che modificano valore e composizione dell'aggregato. In questa prospettiva il CCN può essere misurato tenendo presenti le connessioni con le operazioni di gestione tipiche del ciclo operativo.

Pertanto alla sua determinazione non concorrono:

- i debiti a medio-lungo termine;
- i debiti a breve termine che nascono a fronte di acquisti di attività fisse;
- i debiti e crediti sorti in relazione ad operazioni di finanziamento.

Concorrono, invece:

- i debiti correnti che nascono a fronte di acquisti di attività fisse;
- i crediti per cessioni di beni e servizi che possono essere riscossi oltre l'anno.

Il secondo indice finanziario è rappresentato dal MATES (Margine di tesoreria), dato dalla differenza tra Liquidità (immediate + differite) e Passivo corrente.

$$\text{MATES} = \text{Liquidità differite} + \text{Liquidità immediate} - \text{Passivo corrente}$$

Rispetto al CCN, nel MATES non sono ricomprese le rimanenze di magazzino, classe che, difatti, è considerata non direttamente afferente alla problematica della liquidità in quanto si tratta di un impiego non numerario che, in parte, può necessitare di tempi lunghi per poter essere convertito in forma monetaria.

Un margine di tesoreria positivo o nullo può essere sintomatico di una posizione equilibrata: le liquidità attuali e ottenibili nell'immediato futuro sono in grado di estinguere completamente le passività correnti. Una differenza negativa, invece, mette in evidenza una situazione in cui i debiti a breve possono essere estinti solo grazie al ritorno in forma liquida di una parte delle rimanenze. Peraltro, la condizione di equilibrio di breve termine, in questa specifica circostanza, dipenderebbe proprio dalla propensione del magazzino a ritornare in forma monetaria in un arco temporale non superiore all'esercizio

Infine, il Margine di Liquidità immediata considera le sole Liquidità immediate, dato, per l'appunto, dalla differenza tra Liquidità immediate - Passivo corrente.

$$\text{Margine di Liquidità immediata} = \text{Liquidità immediate} - \text{Passivo corrente}$$

Tale margine serve ad indicare l'effettiva solvibilità immediata dell'azienda, senza dover contare sulla riscossione dei crediti e sul magazzino.

Oltre al CCN, in un'ottica di analisi finanziaria, è possibile determinare il MA.S.A. (Margine di struttura allargato) che permette di esaminare le modalità di finanziamento dell'attivo immobilizzato ed è determinato dalla differenza tra il Capitale permanente (Capitale proprio + Passività consolidate) e l'Attivo immobilizzato.

$$\text{MA.S.A.} = (\text{Capitale proprio} + \text{Passività consolidate}) - \text{Attivo immobilizzato}$$

Se il MA.S.A. assume valori maggiori di zero la struttura fonti-impieghi risulta equilibrata. In tale caso i capitali permanenti risultano superiori alle attività fisse. Il margine positivo segnala l'esistenza di una soddisfacente correlazione tra le fonti a medio-lungo termine con gli impieghi ugualmente a medio- lungo termine; i fondi di ammortamento assicurano, invece, il rinnovo delle immobilizzazioni. Il Passivo consolidato che residua come margine finanzia una parte del capitale circolante, presumibilmente l'importo del magazzino e delle scorte vincolati alla produzione.

Un MA.S.A. con valori inferiori a zero evidenzia una situazione non soddisfacente e pericolosa ed è fonte di squilibrio finanziario. Il Capitale permanente non finanzia interamente le attività immobilizzate che saranno dunque in parte finanziate con passività correnti, determinando uno squilibrio finanziario. Gli investimenti nella struttura fissa sono in parte coperti con passività correnti, quindi non correlate nel tempo. Un nuovo finanziamento delle immobilizzazioni deve essere affidato all'esigibilità, ossia ai debiti a breve scadenza.

Oltre al calcolo del CCN e del MA.S.A., sempre nell'ambito dello studio sulle dinamiche finanziarie dell'impresa, sarebbe auspicabile determinare altri indici, tra cui quelli di autonomia e di dipendenza finanziaria e di durata.

Gli indici di autonomia e dipendenza finanziaria esaminano la solidità patrimoniale e valutano se la configurazione del patrimonio aziendale conferisce all'azienda la capacità di tenere in equilibrio entrate ed uscite monetarie nel medio-lungo termine (Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., 2003, p. 179). Mentre l'analisi di liquidità mira a valutare la capacità dell'azienda di adempiere gli impegni finanziari di breve periodo, il primario oggetto di indagine dell'analisi di solidità è invece la capacità tendenziale dell'azienda di mantenersi in equilibrio finanziario nel medio-lungo termine (Carini C., 2010).

Nello specifico l'Indice di autonomia finanziaria esprime il rapporto tra Capitale proprio e Capitale acquisito (Totale passività).

$$\text{Indice di autonomia finanziaria} = \text{Capitale proprio} / \text{Capitale acquisito}$$

L'indicatore offre una misura della solidità patrimoniale in termini di *indipendenza* dall'indebitamento verso terzi: un livello molto contenuto del rapporto, infatti, implica che la gestione è fortemente dipendente da fonti finanziarie di terzi. Ciò si riflette in termini di

minore autonomia delle scelte gestionali del *management*. Se da una lettura orizzontale del bilancio – che metta in relazione “parti” del capitale investito con la sua struttura finanziaria – emerge un basso valore dell’indice, allora il complesso degli investimenti iscritti nell’attivo è finanziato prevalentemente da terzi.

I fattori che possono influire sul valore dell’indice, dunque le leve disponibili all’organo esecutivo per potenziare l’autonomia gestionale dell’azienda, sono riconducibili ad operazioni volte ad aumentare il patrimonio netto; tra questi, aumenti di capitale sociale o, con tempi più lunghi, creazione di utili e loro accantonamento a riserva.

L’Indice di dipendenza finanziaria (o di indebitamento o *Leverage* o Grado di leva finanziaria) è un indicatore che svolge una fondamentale influenza sulla redditività aziendale.

$$\text{Leverage} = \text{Capitale investito} / \text{Capitale proprio}$$

Il *Leverage* mostra in che modo l’azienda riesce a finanziare i propri investimenti, ed in particolare se con prevalenza di capitale proprio o di capitale di terzi. Può assumere valori:

- pari a uno, nel caso di assenza di capitale di terzi. Ciò significa che tutti gli investimenti sono finanziati con capitale proprio, situazione più teorica che effettiva;
- maggiore di uno nel caso, consueto, di presenza tanto di capitale proprio quanto di capitale di terzi.

Tanto più elevato è l’indice tanto maggiore è l’indebitamento. L’indice di indebitamento viene definito anche effetto leva finanziaria in quanto la presenza di indebitamento può attuare una moltiplicazione finanziaria positiva o negativa della redditività. Se il rendimento degli investimenti (ROA) è maggiore dei tassi di interesse pagati per ottenere i finanziamenti, la conseguenza sarà che più debiti per effettuare investimenti si fanno, più si guadagna e maggiore risulterà il ROE; l’indice di indebitamento provocherà un effetto leva positivo e causerà un incremento della redditività.

I quozienti di durata sono volti a fornire indicazioni sul grado di esigibilità delle attività e passività correnti. Le informazioni offerte dal periodo medio di copertura del magazzino e dalla durata media dei crediti e dei debiti commerciali integrano quelle ottenute dagli indici precedenti. Dall’informazione sulla durata media si può passare agli indici di *turnover*, dividendo il numero dei giorni dell’anno per la stessa; dall’indice, invece, si può ottenere il valore che rappresenta la durata media, dividendolo per i giorni dell’anno. Non vi sono dati *standard* o valori di riferimento per giudicare i risultati, ma se il confronto temporale indica un aumento di velocità, questo significa che la liquidità sta migliorando.

La durata delle dilazioni concesse o accordate modifica l’entità dei fabbisogni finanziari. In una situazione di equilibrio la durata media delle dilazioni accordate ai cliente deve essere pressoché uguale ai giorni di dilazione media nei pagamenti ottenuti dai fornitori.

Durata media del magazzino

Scorte/Costo del venduto x 365 giorni

Esso esprime i giorni di durata media delle scorte prima di un completo rinnovo del magazzino.

Durata media dei crediti v/ clienti

Crediti verso clienti /Vendite x 365 giorni

L'indice di rotazione dei crediti verso clienti misura la velocità di incasso dei crediti espressa in giorni. Gli indici di rotazione dei crediti verso clienti e delle rimanenze di magazzino sono tanto migliori quanto minore è il numero dei giorni. Sono validi per conoscere la velocità di ritorno in forma liquida del capitale investito nelle principali attività circolanti.

Durata media dei debiti v/ fornitori

Debiti verso fornitori/Acquisti x 365 giorni

L'indice di rotazione dei debiti esprime la dilazione media riconosciuta dai fornitori in giorni è tanto migliore quanto maggiore è il numero dei giorni.

Durata media del ciclo del circolante

gg ciclo del circolante (gg scorte + gg clienti) – gg fornitori

La durata media del ciclo del circolante determina la lunghezza del periodo di fabbisogno finanziario relativo allo svolgimento dei cicli gestionali correnti: quindi, più lungo è tale ciclo, maggiore sarà il fabbisogno di capitale e più elevate le fonti di copertura. La durata media del circolante è legata alla struttura e alle prassi commerciali esistenti nei singoli settori, per cui non è corretto individuare valori soglia o valori ottimali che verifichino se la situazione è determinabile come soddisfacente o meno.

3. La posizione finanziaria netta nella prassi

Di gran lunga utilizzato nell'analisi di bilancio finalizzata alla valutazione di sostenibilità del rimborso dell'indebitamento finanziario è, come si è accennato, l'indicatore della *Posizione Finanziaria Netta* (in breve PFN). Si tratta di un modello alternativo di *performance* che, insieme ad altri indici, permette di valutare:

- il livello complessivo dell'indebitamento dell'impresa;
- la solidità della struttura patrimoniale, quando viene raffrontato con mezzi propri, che prende il nome di "rapporto di indebitamento finanziario" (PFN/Mezzi propri);

- la capacità di restituzione del debito quando viene rapportato al fatturato, caso in cui viene definito “tasso di assorbimento dell’indebitamento” (PFN/Vendite).

Si tratta di un valore che scaturisce dalla somma algebrica tra grandezze finanziarie, siano esse di breve che di medio-lungo periodo.

$$\begin{aligned} PFN = & \\ & + \textit{Debiti finanziari (a BT e MLT)} \\ & - \textit{Disponibilità immediate} \\ & - \textit{Disponibilità differite} \end{aligned}$$

L’indicatore sintetico esprime la capacità di copertura delle passività finanziarie in relazione alle sole disponibilità liquide, immediate e differite, ad una certa data: un valore *positivo* dell’indicatore indica uno *stock* di passività finanziarie a quella data superiori alla liquidità potenzialmente disponibile in via immediata. È, pertanto, un indicatore del debito finanziario complessivo dell’azienda.

L’indice può essere calcolato anche quale differenza tra i soli debiti finanziari a breve termine e le disponibilità liquide immediate e differite, offrendo in questo caso una misura sintetica della sostenibilità dei soli debiti finanziari a breve termine generati dalle passività finanziarie.

In tal senso, la *ratio* che sottende la determinazione della posizione finanziaria netta è da ricercare nell’opportunità di depurare l’attivo corrente ed il passivo corrente, così come l’attivo fisso ed il passivo fisso, da tutte quelle componenti che, in un modo o nell’altro, sono riconducibili alla gestione operativa dell’impresa, per soffermarsi sulle attività e passività specificatamente finanziarie. Si tratta, in quest’ultimo caso, di comprendere come gli investimenti finanziari, per loro naturale collocazione, più facilmente liquidabili, possano assicurare il pagamento dei debiti finanziari ed eventualmente, in via residuale, essere reimmessi nel circuito monetario aziendale. “*Il concetto di PFN si fonda sulla considerazione che le attività finanziarie sono, dal più al meno, sempre convertibili in contanti. Pertanto, l’indebitamento, per la parte idealmente corrispondente ad attività finanziarie, può essere agevolmente “annullato” mediante cessione a terzi o anche agli stessi creditori di tali attività*” (D’Alessio R., 2007, p. 159).

La grandezza più che rispondere a specifiche finalità conoscitive, evidenzia componenti estranee all’area operativa (già incluse nella determinazione *asset side*) e riconducibili, *lato sensu*, alla struttura finanziaria aziendale. Innanzitutto, la posizione finanziaria netta differisce a seconda che la valutazione *asset side* si sia basata sui *cash flow* o sui flussi di reddito attesi (Guatri L., Bini M., 2005, p. 588), variazioni, di certo, non ipotizzabili in sede di informazione esterna (Pizzo M.).

Una corretta determinazione della PFN comporta la riclassificazione di alcuni dati di bilancio in un’ottica finanziaria e che l’azienda fornisca all’analista i dati relativi ai suoi rapporti finanziari quanto più precisi possibili.

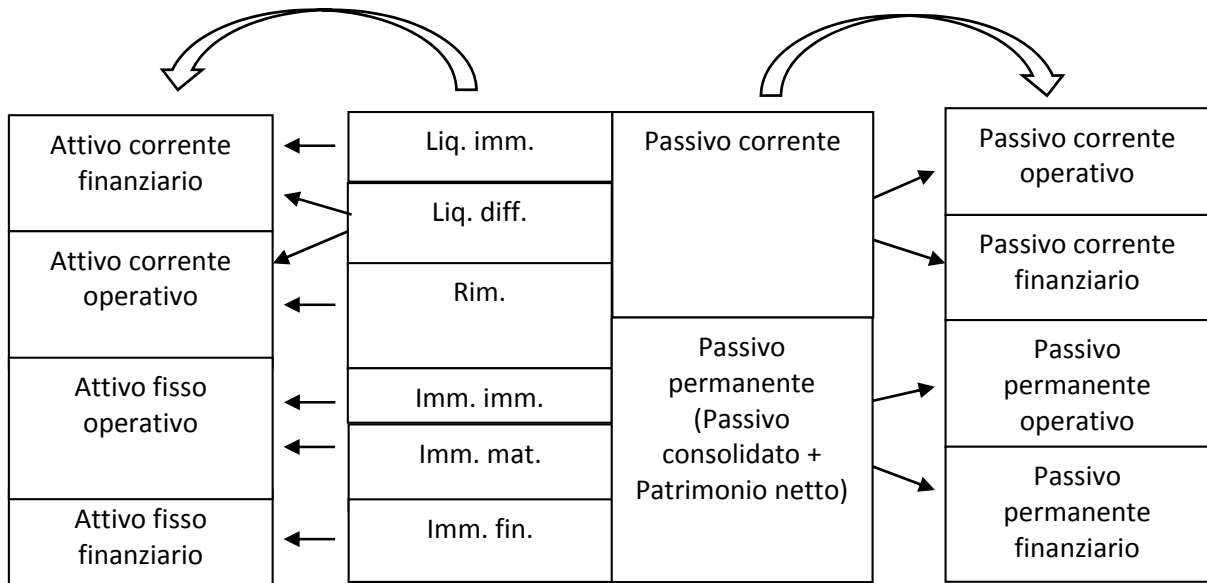


Figura 1: La riclassificazione dello Stato Patrimoniale per la determinazione della PFN

Una volta riclassificati i valori si avrà:

$$\begin{aligned} \text{Posizione finanziaria netta di breve periodo di primo livello} = \\ \text{Attività finanziarie prontamente liquidabili} \\ - \text{Passività finanziarie a breve} \end{aligned}$$

Per *attività finanziarie prontamente liquidabili* s'intendono sostanzialmente: cassa e banca, titoli di stato, altri titoli (purché facilmente monetizzabili), azioni possedute per fini speculativi, ecc..

Per *passività finanziarie a breve* si considerano, invece: debiti finanziari verso controllate, collegate, controllanti, debiti verso le banche, debiti di *factoring*, anticipazioni bancarie, ratei risconti passivi, ecc.

$$\begin{aligned} \text{Posizione finanziaria netta di breve periodo di secondo livello} = \\ \text{Attività finanziarie prontamente liquidabili} \\ + \text{Attività finanziarie a breve} \\ - \text{Passività finanziarie a breve} \end{aligned}$$

In aggiunta alle due precedenti classi di valori, in questa configurazione si ritrovano le *attività finanziarie di breve periodo* che ricomprendono: crediti finanziari verso controllate, collegate e controllanti, titoli non prontamente liquidabili, ratei e risconti finanziari attivi, ecc..

$$\begin{aligned} \text{Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di primo livello} \\ \text{Attività finanziarie prontamente liquidabili} \\ - \text{Totale passività finanziarie} \end{aligned}$$

Oltre alle attività finanziarie ed alle passività finanziarie di breve, rientrano nel conteggio le passività finanziarie di M/L termine come ad esempio: mutui bancari, cambiali finanziarie, debiti verso soci, debiti finanziari verso controllate, collegate e controllanti, debiti di *leasing*, ecc..

Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di secondo livello

Attività finanziarie prontamente liquidabili
+ Attività finanziarie a breve
- Totale passività finanziarie

Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva

Attività finanziarie prontamente liquidabili
+ Attività finanziarie a breve
+ Attività finanziaria di medio e lungo
- Totale passività finanziarie

Per definire la PFN complessiva si considerano anche le attività finanziarie di medio e lungo periodo, tra cui: crediti finanziari verso controllate, collegate e controllanti, titoli immobilizzati, partecipazioni, altri crediti finanziari di medio e lungo termine, ratei e risconti pluriennali, ecc..

Attraverso la riclassificazione dello stato patrimoniale in base al criterio funzionale si opera, invece, il confronto tra il capitale raccolto all'esterno dell'impresa (capitale proprio e indebitamento finanziario) e gli investimenti netti intendendo per essi il totale del capitale investito (attivo stato patrimoniale) al netto dei debiti di funzionamento. Il criterio funzionale si basa sul concetto che la solvibilità dell'impresa si regge sulla propria capacità di generare risorse necessarie e sufficienti a far fronte ai propri fabbisogni finanziari.

Operando una riclassificazione del bilancio secondo il criterio funzionale, si può arrivare alla seguente rappresentazione della PFN.

<p>A. Immobilizzazioni nette (immateriali, materiali, finanziarie)</p> <p>B. Capitale di esercizio <i>(Rimanenze di magazzino, crediti commerciali ed altre attività) – (debiti commerciali, fondi per rischi e oneri ed altre passività)</i></p> <p>= C. Capitale investito (A+B)</p> <p>D. TFR</p> <p>E. Fabbisogno netto di capitale (C-D) coperto da:</p> <p>F. Capitale proprio</p> <p>G. <i>Indebitamento finanziario netto</i> (debiti finanziari a m/l termine, indebitamento finanziario netto a breve termine) (ovvero, disponibilità monetarie nette)</p> <p>H. Fabbisogno netto di capitale (F+G)</p>
<p>Fonte: Circolare Assonime 12/1989</p>

Lo *standard* OIC 6 precisa che la PFN (o indebitamento finanziario netto) è calcolata come somma algebrica tra le seguenti grandezze:

<p><i>Disponibilità liquide</i></p> <p><i>Altre attività finanziarie correnti</i></p> <p><i>Crediti finanziari correnti</i></p> <p><i>Debiti bancari correnti</i></p> <p><i>Parte corrente dell'indebitamento non corrente</i></p> <p><i>Altre passività finanziarie correnti</i></p> <p><i>Debiti per leasing finanziario correnti</i></p> <p><i>Indebitamento finanziario corrente netto (a)</i></p> <p><i>Debiti bancari non correnti</i></p> <p><i>Obbligazioni emesse</i></p> <p><i>Altre passività finanziarie non correnti</i></p> <p><i>Debiti per leasing finanziario non correnti</i></p> <p><i>Indebitamento finanziario non corrente (b)</i></p> <p><i>Indebitamento finanziario netto o Posizione finanziaria netta (c = a +b)</i></p>
<p>Fonte: OIC 6</p>

4. L'iscrizione della posizione finanziaria netta nei documenti di bilancio

La PFN può essere validamente inserita all'interno della relazione sulla gestione, quale importante strumento diagnostico dei rischi correlati agli squilibri di natura finanziaria. In tal modo, la tradizionale fonte informativa esterna del bilancio di esercizio si arricchisce di una serie di documentazioni e di strumenti a supporto, in aderenza a quanto previsto dall'art. 2428, comma 2, cc.: *“L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato nella gestione, gli indicatori di risultato finanziari [...]”*.

Lo studio sulla PFN può essere, in prima battuta, utile ad individuare il grado potenziale ed effettivo di liquidabilità delle attività e di esigibilità delle passività dell'impresa ed, in seconda battuta, le criticità che un disequilibrio potrebbe comportare in termini di costi di illiquidità, di mobilità finanziaria e di costi di controllo (Brunetti G., Olivotto L., 1992, pp. 187 e ss.).

I primi sono il frutto di condizioni che potrebbero vedere l'impresa costretta a negoziare i propri prodotti e/o servizi a prezzi di mercato ben più bassi rispetto alla regolare contrattazione, ovvero, seppur mantenendo i prezzi di listino, potrebbero essere la conseguenza di una difficoltà più o meno consolidata, da parte dell'impresa, di collocare sul mercato quantitativi di prodotti e/o servizi tali da assicurargli un'autosufficienza reddituale e finanziaria. Pertanto, i costi di illiquidità possono tradursi, nel primo caso, nella riduzione delle entrate monetarie dovute ai minori ricavi correlati al prezzo di vendita, nel secondo caso, alla diminuzione dei quantitativi venduti. A tutto questo si aggiunga il rischio di non riuscire a riscuotere in contanti, o alle scadenze prestabilite, i crediti, attivando, in quest'ultima ipotesi, le procedure per il loro recupero.

Le complicazioni appena descritte, in modo piuttosto automatico, attivano il processo di generazione dei costi di mobilità finanziaria, riconducibili alla gestione accorta e proficua delle risorse liquide presenti all'interno dell'azienda, rispetto a quelle provenienti da soggetti terzi. Il costo, in questa circostanza, deriva dalla necessità di fronteggiare le

esigenze relative al fabbisogno finanziario, mediante immissione di denaro fresco, non essendo l'impresa nella condizione di autofinanziarsi.

L'immissione di denaro fresco, infatti, influisce sul parametro dato dal costo del capitale, che è rappresentativo, non solo del costo del capitale proprio impiegato in azienda, ma anche del costo dell'indebitamento relativo al capitale di terzi.

Per finire, i costi di controllo sono riconducibili principalmente all'attività di monitoraggio sugli andamenti monetari dell'impresa (c.d. attività prontamente liquidabili). Si tratta, in altri termini, di preventivare e realizzare un sistema di controllo avente le caratteristiche di fornire in tempi rapidi dei *report* che abbiano la peculiarità di essere puntuali, non dispersivi e ben articolati.

All'interno del sistema di controllo si inserisce a pieno titolo lo studio sulla PFN, che potrebbe concedere un quadro piuttosto dettagliato di quelle che sono le risorse finanziarie prodotte dall'impresa ed investite dalla medesima, sotto forma di titoli, di crediti finanziari, ecc..

Il passaggio iniziale è sicuramente rappresentato dalla liquidità di partenza, che deriva dalla gestione operativa e non dell'impresa. Da ciò l'importanza, nell'analisi sulla PFN, come si è detto, dello strumento del rendiconto finanziario, al fine di indagare la provenienza delle attività liquide e se le medesime siano il frutto del processo di autofinanziamento, combinato all'attività reddituale, finanziaria e degli investimenti. È naturale, infatti che, una PFN positiva alimentata da processi gestionali di tipo operativo, piuttosto che finanziario o degli investimenti, oltre a garantire la copertura di investimenti finanziari, denota un'immissione nei circuiti monetari dell'impresa di liquidità che andrebbe a sovvenzionare l'intera gestione senza la necessità di ricorrere a finanziamenti di terzi, o comunque limitando il ricorso al capitale con il vincolo del prestito.

Di contro, una PFN negativa, esprimerebbe un forte disagio monetario vissuto dall'impresa, quale frutto di una condizione patologica, che a seconda delle circostanze e delle informazioni provenienti dalla lettura di altri strumenti diagnostici, come il rendiconto finanziario, potrebbe essere dovuto ad una difficoltà nell'attività operativa (scarse vendite e/o incremento dei costi operativi, ecc.), oppure relativo a complicazioni di natura finanziaria (difficoltà di rimborso dei finanziamenti, immissione di finanziamenti di tipo non fisiologico, ecc.) o correlato agli investimenti (aumento degli investimenti).

La PFN esprime ulteriormente il suo potenziale conoscitivo se utilizzata per il calcolo di alcuni indicatori, utili a comprendere ancora più a fondo alcuni aspetti dall'attività aziendale (IRDCEC, 2013), come riportato nel seguente prospetto.

INDICE	OBIETTIVO DI CALCOLO
<p style="text-align: center;">Indice di indebitamento netto = PFN / Capitale Proprio</p>	<p>Eccedenza di indebitamento netto in relazione alle fonti con vincolo di proprietà. Sarebbe auspicabile utilizzare al numeratore la configurazione della PFN complessiva l'unica che può essere logicamente correlata ai mezzi propri, in quanto esprime l'esposizione finanziaria totale (Teodori C., 2009, p. 33). Al crescere dell'indicatore peggiora, a parità di tutte le altre condizioni, la solidità aziendale.</p>

<p>Indice di copertura finanziaria degli investimenti = PFN / Capitale Investito Netto</p>	<p>Quota di finanziamento degli <i>asset</i> con indebitamento finanziario netto. Si tratta di una qualificazione di tipo statico del livello di indebitamento, in quanto pone a confronto valori di <i>stock</i> a fine esercizio, senza effettuare un approfondimento in merito alla dinamica di formazione dei valori in corso d'esercizio. L'indice può assumere un valore massimo pari ad 1, esprimendo il caso in cui il complesso degli investimenti effettuati dall'impresa è finanziato facendo ricorso al debito finanziario.</p>
<p>Indice di ritorno delle vendite PFN / Vendite</p>	<p>Tasso di assorbimento dell'esposizione finanziaria netta. Esprime l'attitudine dell'impresa a garantire la copertura dei mezzi finanziari attraverso le vendite. Pertanto, la liquidità residuale non assorbita dai costi operativi reinvestita, alimentando il solo circuito finanziario, assicura una sostenibilità monetaria dell'impresa. Tanto più l'indicatore cresce di valore, tanto maggiore sarà la criticità finanziaria dell'impresa, cioè l'incapacità di assorbire l'indebitamento attraverso la produzione di flussi di cassa adeguati.</p>
<p>PFN / EBITDA</p>	<p>Valutazione della sostenibilità del debito aziendale in base al <i>cash flow</i> lordo prodotto dalla gestione. È importante che l'indicatore assuma valori contenuti in termini assoluti: in questo caso si metterebbe in evidenza una sostanziale capacità dell'azienda a sostenere il rimborso dei debiti finanziari indicati nella PFN - tra le quali compaiono le quote di rimborso dei debiti di finanziamento a lungo termine - attraverso la generazione di flussi reddituali operativi caratteristici lordi indicati nel valore dell'EBITDA. Ciò è dovuto al fatto che, qualora non si verificano variazioni nel capitale circolante - dunque, nei crediti verso clienti e nei debiti verso fornitori - la configurazione reddituale EBITDA (o, per quanto asserito, MOL), esprime una misura indicativa sintetica dei flussi di cassa operativi generati dalla gestione caratteristica, che possono dunque essere utilizzati al servizio degli impegni finanziari assunti. Si rivela, pertanto, un indicatore di reddito fortemente utilizzato nella pratica professionale e nella valutazione sintetica della capacità di generare flussi finanziari operativi di un progetto di investimento o di un'azienda, soprattutto se finanziato con capitale di terzi.</p>

Oltre a quanto espresso sotto forma di indici, la lettura e l'interpretazione della PFN potrebbe essere interessante se raffrontata, ad esempio, con la lettura ed interpretazione dei valori del CCN di breve periodo, ma ancor di più del MATES e dell'indice di liquidità. Del resto, il MATES è traducibile, per l'aspetto puramente finanziario, nella PFN di breve periodo di secondo livello, mentre l'indice di liquidità nella PFN di breve di primo livello.

Pertanto, a partire dagli indicatori di solvibilità, CCN, MATES ed Indice di liquidità, grazie al supporto ed allo studio sulla PFN sarà possibile comprendere se l'equilibrio finanziario di breve periodo sia più o meno facilmente perseguibile.

Potrebbe, infatti, accadere che il soffermarsi sui soli indicatori di solvibilità tragga in inganno l'operatore analista. Si pensi, a tal proposito, a titolo esemplificativo, ai crediti incagliati. Ciò in quanto, paradossalmente, limitandosi alla sola grandezza del CCN operativo, il maggior valore dei crediti (tra cui gli incagliati) rispetto ai debiti di fornitura (in scadenza), andrebbe a creare un effetto distorsivo dato dalla lettura del CCN operativo maggiore di zero (così come un MATES > 0). In questa circostanza, il ricorso alla PFN di breve permetterebbe di constatare e quantificare una sofferenza di liquidità in atto, data dal ricorso alle passività finanziarie a copertura del mancato incasso ed a supporto del fabbisogno operativo. In definitiva si potrebbe registrare un CCN ed un MATES operativi maggiori di zero a fronte di una PFN negativa, data dall'aumento dei debiti finanziari.

La difficoltà espressa potrebbe aggravarsi se a finanziare l'attivo corrente operativo, fossero, ad esempio, le passività finanziarie di medio lungo periodo, poiché ciò vorrebbe significare alimentare il circuito monetario di breve, mediante l'afflusso di mezzi finanziari di differente scadenza, senza il rispetto dell'armonizzazione temporale del ciclo investimenti-finanziamenti. Il tutto si tradurrebbe in una PFN di medio e lungo periodo negativa.

Un discorso analogo, ma opposto, potrebbe farsi considerando le grandezze della PFN di medio e lungo e del CCNF, qualora, ad esempio, si presentasse una situazione in cui il M.A.S.A. risulti essere positivo, in quanto il passivo permanente, con il particolare contributo dei debiti di medio e lungo termine, è superiore rispetto all'attivo fisso.

In un'analisi sulla PFN potrebbe, ad esempio, emergere una PFN di breve positiva, rispetto a quella di medio e lungo invece negativa. Ciò in quanto la PFN di m/l ha assorbito per intero la liquidità prodotta nel breve periodo (PFN di breve positiva), non essendosi tradotta in liquidità operativa e successivamente finanziaria, il rendimento degli investimenti d'impresa. Pertanto, gli investimenti finanziati con i debiti a m/l non avrebbero prodotto redditività e, conseguentemente, non si sarebbero monetizzati a tal punto da comportare una difficoltà nel rimborso dei finanziamenti, che è maggiormente evidente nella determinazione della PFN complessiva, in cui sono presenti i mezzi di terzi con scadenza medio-lunga. La condizione appena descritta potrebbe rientrare nella "normalità" per l'azienda in fase di *start-up*, ma potrebbe rappresentare una condizione patologica per l'impresa in fase di declino.

Ancor più grave, sarebbe il caso in cui a finanziare il mancato rendimento degli investimenti fossero le passività a breve. Infatti, al verificarsi di quanto rappresentato, anche la PFN di breve assumerebbe valori negativi, aggravando l'equilibrio precario dell'impresa.

5. Osservazioni di sintesi

Le diverse configurazioni della Posizione Finanziaria Netta, così come rappresentate, forniscono ciascuna una serie di informazioni, il cui approfondimento è sicuramente garantito dall'aggregato di valori che si sceglie di analizzare. Alla luce di ciò, la *PFN di breve periodo di primo livello* offre indubbiamente una portata conoscitiva differente rispetto alla riclassificazione della *PFN di medio e lungo periodo complessiva*.

Ad ogni modo, lo scopo che qui si intende perseguire, in via del tutto generale, tende ad amplificare le informazioni che potrebbe trarre un analista, o comunque il lettore del documento contabile del bilancio di esercizio e dei documenti ad esso correlati.

Dall'analisi fin qui svolta, appare evidente l'esigenza di un'adeguata elaborazione teorica di tale indicatore, allo stato ancora insufficiente, dal momento che anche stessa definizione appare tutt'altro che univoca. Inoltre, le sue diverse configurazioni, complessive e per fasce temporali, vanno determinate in modo puntuale, coerente e completo, al fine di evitare confronti disomogenei o omissioni, in particolare per quanto riguarda le attività finanziarie non correnti.

Antonio Repaci – 15 settembre 2015

BIBLIOGRAFIA

Amaduzzi A., L'azienda nel suo sistema e nei suoi principi, Utet, Torino, 1992.

Amaduzzi A., Il sistema produttivo dell'impresa nelle condizioni del suo equilibrio e nel suo andamento, in Aidea, 1948.

Bandettini A., Responsabilità sociali dell'azienda, Bilancio di esercizio e amministrazione delle Imprese. Studi in onore di Pietro Onida, Giuffrè Editore, Milano, 1981.

Brunetti G., Olivotto L., Il controllo del capitale circolante, Utet, Torino, 1992.

Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale, Giuffrè, Milano, 2003.

Carini C., L'analisi di bilancio e la valutazione del posizionamento strategico. Dal settore ai segmenti di attività, Franco Angeli, Milano, 2010

D'Alessio R., L'analisi dei margini, in Antonelli V., D'Alessio R., Dell'Atti V., Analisi di bilancio e Basilea 2, Ipsoa, Milano, 2007.

Ferrero G., Il controllo finanziario delle imprese. Strumenti del controllo di sintesi", Giuffrè, Milano, 1984.

Guatri L., Bini M., Valutazione delle aziende, Università Bocconi, 2005.

IRDCEC, L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione. La Posizione finanziaria netta, Documento n. 22, ottobre 2013.

Pellegrini F.R., L'impresa e l'ambiente. Il rapporto culturale, Cedam, Padova, 1983.

Pizzo M. La posizione finanziaria netta nella dottrina e nella prassi contabile: brevi note, *online paper*, www.unina2.it.

Teodori C., Rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione, Giappichelli, Torino, 2009.